

塑料制造业

报告原因：三季报公布

2013年10月25日

市场数据：2013年10月25日

收盘价(元)	8.68
一年内最高/最低(元)	10.75/6.07
市净率	2.61
股息率	-
流通A股市值(百万元)	2918.87

基础数据：2013年9月30日

每股净资产(元)	3.32
资产负债率%	45.40
总股本/流通A股(百万)	340.15/336.27
流通B股/H股(百万)	-/-

相关研究

2012 半年报点评：锂离子电池隔膜成主要增利动力,包装薄膜受益原料价格下跌

分析师：裴云鹏

投资咨询证书编号：S0760511010009

peiyunpeng@sxzq.com

研究助理：张良

021-38529769

zhangliang@sxzq.com

地址：上海浦东新区源深路1088号7层

<http://www.i618.com.cn>

销售联系人：张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

一年内公司股价与大盘对比走势：



沧州明珠 (002108)

增持

动力电池下游低迷，核心管道业务稳步增长

维持评级

半年目标价：7.94-11.15元

盈利预测：

单位：百万元、元、倍

	主营收入	营业成本	净利润	每股收益	市盈率
2012A	1762.4	1454.8	121.7	0.36	24.3
2013E	1900.1	1548.9	150.0	0.44	19.7
2014E	2320.6	1889.2	180.6	0.53	16.4
2015E	2637.5	2160.1	195.0	0.57	15.1

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

● 公司2013年半年报显示：2013年上半年营业收入13.95亿元，营业成本11.29亿元，实现归属母公司净利润1.11亿元，同比分别增长5.68%、3.70%和19.82%。

● 三季度单季度同比增幅缩窄，增长动力主要来自核心管道业务。公司三季度单季度营业收入5.41亿元，同比增长约3500万元，同比增速达到6.09%，较二季度单季度同比增速缩窄2个百分点。核心管道业务仍然是公司增长主要动力。根据中报数据，燃气和给水管产品收入同比增长3267万元，占总收入增幅的82%，三季度随锂电池隔膜销量的下滑，核心业务增幅占比进一步提高。

● 锂电池隔膜主要下游新能源汽车市场三季度景气度不见好转。公司的锂电池隔膜主要下游为新能源动力汽车。三季度新能源动力汽车市场表现并不乐观，安凯客车等新能源动力汽车上市公司三季报数据来看，公司三季度锂电池隔膜销量受到下游纯电动汽车和混合动力汽车市场需求下滑的影响。新能源汽车市场长期受到技术和产业链的发展瓶颈限制，各大组件和下游整车厂商等待扶持政策出台对行业景气度持续下滑的现状有所改变。据公司透露，公司前三季度锂电池隔膜产量接近700万平方米，三季度非动力电池隔膜占比加大。

● 我们预测公司2013-2015年EPS为0.44、0.53、0.57元，公司核心管道业务基本保持平稳增长；新兴锂电池隔膜产品三季度表现受下游拖累，销量同比增速缩窄，下游新能源汽车行业等待国家扶持政策振兴，四季度行业回暖可能性较小，公司非动力电池隔膜占比增加后可能将拉低下半年隔膜产品的毛利水平；公司债发行后将缓解公司流动资金压力，资金成本的降低将提升公司的盈利能力，继而能够弥补部分隔膜产品毛利水平下降的可能；所以我们给予19倍市盈率及“增持”评级，半年目标价7.94-11.15元。

➤ 核心假设：

1. 公司锂离子电池隔膜 2000 万平方米产能投放后逐渐在 2-3 年内放量达到满产能力。
2. 房地产调控政策下半年不再收紧，对管道市场需求有所回暖。
3. 下半年原油价格继续回升导致原材料价格上涨抵消上半年一部分利润溢价。
4. 不考虑公司可能或潜在的投资项目扩产项目。
5. 2015 年国家燃气管道 10 万公里改造按时完成，污水治理和防洪防涝整治资金落实到位。

➤ 风险提示：

1. 中东、北非地区政治局势不稳定，以及欧美经济数据对原油价格的影响，下半年至明年原油价格维持高位，产品原料价格与原油敏感度较高，对产品成本影响较大。
2. 动力电池下游持续低迷，国家扶持政策没有出台，或者出台政策没有落在核心技术瓶颈所在环节的企业身上使得扶持政策治标不治本。

当前股价 8.68

财务报表预测与财务指标

单位：百万

更新日期：13/10/25

利润表						资产负债表					
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,660.22	1,762.39	1,900.10	2,320.60	2,637.46	现金	111.83	265.02	496.90	438.02	613.02
YOY(%)	21.8%	6.2%	7.8%	22.1%	13.7%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	1,398.92	1,454.77	1,548.91	1,889.20	2,160.11	应收款项净额	443.54	636.20	685.91	837.71	952.09
营业税金及附加	4.04	7.23	4.77	7.03	8.00	存货	180.38	149.59	158.52	193.73	221.93
销售费用	58.05	77.23	85.06	99.36	115.08	其他流动资产	48.86	49.71	53.59	65.46	74.39
占营业收入比(%)	3.5%	4.4%	4.5%	4.3%	4.4%	流动资产总额	784.61	1,100.52	1,394.92	1,534.91	1,861.43
管理费用	43.83	38.17	48.18	56.39	63.86	固定资产净值	383.88	411.44	565.36	580.50	577.10
占营业收入比(%)	2.6%	2.2%	2.5%	2.4%	2.4%	减：资产减值准备	(5.37)	(7.71)	(10.59)	(10.88)	(10.81)
EBIT	154.35	183.25	210.42	265.88	287.66	固定资产净额	378.51	403.73	554.77	569.62	566.28
财务费用	26.26	26.26	14.10	29.90	32.33	工程物资	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	1.6%	1.5%	0.7%	1.3%	1.2%	在建工程	7.86	146.49	32.84	20.57	13.96
资产减值损失	(5.37)	(7.71)	(5.85)	(6.39)	(6.43)	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.32	6.87	6.46	6.57	6.58	固定资产总额	386.37	550.23	587.61	590.19	580.25
营业利润	129.04	156.14	196.93	236.16	255.47	无形资产	68.74	68.75	66.00	63.25	60.50
营业外净收入	5.81	8.33	6.41	6.95	7.00	长期股权投资	41.34	43.23	45.12	47.01	48.90
利润总额	134.85	164.47	203.34	243.11	262.47	其他长期资产	8.66	17.15	17.15	17.15	17.15
所得税	33.31	40.09	50.83	60.78	65.62	资产总额	1,289.72	1,779.88	2,110.80	2,252.51	2,568.22
所得税率(%)	24.7%	24.4%	25.0%	25.0%	25.0%	循环贷款	329.26	387.74	490.00	449.16	583.10
净利润	101.54	124.38	152.50	182.33	196.86	应付款项	83.51	122.03	129.31	158.04	181.04
占营业收入比(%)	6.1%	7.1%	8.0%	7.9%	7.5%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	(0.93)	(2.68)	(2.50)	(1.70)	(1.84)	其他流动负债	133.56	87.93	93.80	114.23	130.89
归属母公司净利润	100.60	121.70	150.00	180.63	195.02	流动负债	546.33	597.70	713.12	721.43	895.03
YOY(%)	-13.3%	21.0%	23.3%	20.4%	8.0%	长期借款	18.60	49.00	149.00	149.00	149.00
EPS (元)	0.33	0.36	0.44	0.53	0.57	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	(0.00)	24.00	48.00	72.00	96.00
						负债总额	564.93	670.70	910.12	942.43	1,140.03
主要财务比率	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	少数股东权益	26.11	26.09	27.59	28.61	29.71
成长能力						股东权益	698.68	1,083.10	1,173.10	1,281.48	1,398.49
营业收入	21.8%	6.2%	7.8%	22.1%	13.7%	负债和股东权益	1,289.72	1,779.89	2,110.81	2,252.52	2,568.23
营业利润	-16.0%	21.0%	26.1%	19.9%	8.2%						
净利润	-13.3%	21.0%	23.3%	20.4%	8.0%	现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
获利能力						税后利润	100.60	121.70	150.00	180.63	195.02
毛利率(%)	15.7%	17.5%	18.5%	18.6%	18.1%	加：少数股东损益	0.61	1.40	1.50	1.02	1.10
净利率(%)	6.1%	7.1%	8.0%	7.9%	7.5%	公允价值变动	5.37	7.71	5.85	6.39	6.43
ROE(%)	14.4%	11.2%	12.8%	14.1%	13.9%	折旧和摊销	40.13	41.81	49.63	57.49	61.32
ROA(%)	7.8%	6.8%	7.1%	8.0%	7.6%	营运资金的变动	-90.61	-151.98	-22.48	-125.43	-87.92
偿债能力						经营活动现金流	56.10	20.64	184.51	120.10	175.96
流动比率	1.44	1.84	1.96	2.13	2.08	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
速动比率	1.11	1.59	1.73	1.86	1.83	长期股权投资	0.00	-1.89	-1.89	-1.89	-1.89
资产负债率%	43.8%	37.7%	43.1%	41.8%	44.4%	固定资产投资	-37.74	-198.56	-93.00	-64.00	-55.00
营运能力						投资活动现金流	-37.74	-200.45	-94.89	-65.89	-56.89
总资产周转率	128.7%	99.0%	90.0%	103.0%	102.7%	股权融资	0.00	292.88	0.00	0.00	0.00
应收账款周转天数	97.51	131.76	131.76	131.76	131.76	长期贷款的增加/	-81.40	30.40	100.00	0.00	0.00
存货周转天数	48.27	38.40	38.40	38.40	38.40	公司债券发行/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)						股利分配	-35.04	-58.35	-60.00	-72.25	-78.01
每股收益	0.33	0.36	0.44	0.53	0.57	计入循环贷款前融	-116.44	264.93	40.00	-72.25	-78.01
每股净资产	2.32	3.18	3.45	3.77	4.11	循环贷款的增加/	166.58	96.02	102.26	-40.84	133.94
估值比率						融资活动现金流	-66.30	333.00	142.26	-113.09	55.93
P/E	26.0	24.3	19.7	16.3	15.1	现金净变动额	-47.94	153.19	231.88	-58.88	175.00
P/B	3.7	2.7	2.5	2.3	2.1						

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。